RMBS / Panamá
Análisis de riesgo

Cuarto Fideicomiso de Bonos de Préstamos Hipotecarios (IV-FBPH)

Calificaciones

Denominación	Calificación Actual	Calificación Anterior
Bonos Serie A	AA(pan)	AA(pan)
Perspectiva	Positiva	
Bonos Serie B	N.C.	N.C.

N.C.: No Calificado.

Comité Ordinario de Calificación
Fecha: 17 de Junio de 2009

Analistas

Rodrigo Contreras
(506) 2296-9182
rodrigo.contreras@fitchratings.com

Erick Campos
(506) 2296-9454
erick.campos@fitchratings.com

Informes Relacionados

- *Reporte de Riego de La Hipotecaria (Panamá) disponible en: www.fitchcentroamerica.com*

Fundamentos

Fitch Ratings mantiene la calificación de riesgo nacional en Panamá de 'AA(pan)' a los Bonos Serie A emitidos por el fideicomiso panameño denominado Cuarto Fideicomiso de Bonos de Préstamos Hipotecarios (IV-FBPH o Fideicomiso), y cuyo fiduciario-emisor es La Hipotecaria, S.A. (La Hipotecaria). La perspectiva de la calificación es Positiva. La calificación está basada en lo siguiente:

- El nivel actual de subordinación provisto por los Bonos Serie B se mantiene en un 25% desde el inicio de la transacción.
- La sobresaliente calidad crediticia mostrada por la cartera colateral.
- La fortaleza de La Hipotecaria como originador y administrador de hipotecas.

Las hipotecas-residenciales que constituyen el colateral fueron originadas por La Hipotecaria y otorgadas bajo la Ley de Interés Preferencial, alcanzando 299 a enero 2009 (saldo total aproximado: US$6.1 millones). A enero 2009, la proporción del saldo total de la cartera titularizada cuya mora mayor a 90 días es nula.

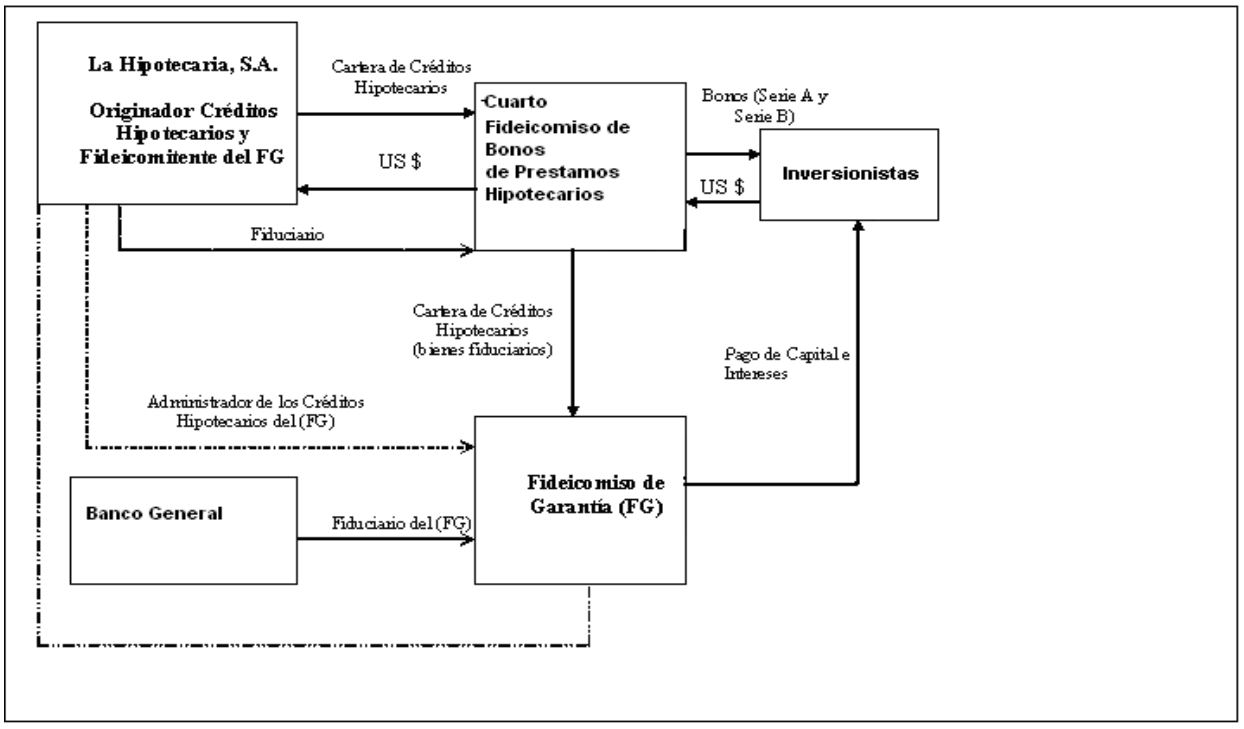
Casi la totalidad de las hipotecas poseen seguro de vida, seguro contra incendio y daños contratados con la empresa relacionada ASSA Compañía de Seguros, S.A. (ASSA). Mientras que un 25% de las mismas no cuentan con seguro de desempleo/incapacidad.

El nivel de colateralización (saldo de la cartera hipotecaria como proporción al saldo de la emisión) alcanza un 94% a diciembre 2008 (124% de la serie A de dicha emisión).

Resumen de la Transacción

El IV-FBPH emitió bonos en Panamá por un total de US$10 millones en dos series: la serie A por US$7.5 millones y la serie B subordinada por US$2.5 millones. El fiduciario del fideicomiso de garantía es Banco General, S.A. (con Calificación *Issuer Default Rating* de Largo Plazo en Moneda Extranjera de 'BBB' por Fitch), el mayor de banco privado en términos de activos del Sistema Bancario Nacional de Panamá (que comprende todas las instituciones bancarias privadas y públicas con capital privado y extranjero).

La Hipotecaria es una institución financiera no bancaria domiciliada en Panamá. La entidad se especializa en la generación, administración y titularización de préstamos hipotecarios, y es propiedad en su totalidad por La Hipotecaria (Holding), Inc. y Subsidiarias. Históricamente, La Hipotecaria ha atendido a los sectores medio y medio/bajo en Panamá.



Prioridad de Pagos

Los flujos de las hipotecas, los cuales incluyen intereses y principal recolectados, que reciba el Fideicomiso serán distribuidos a los tenedores de los bonos de acuerdo a la siguiente prioridad de pagos (debitadas a la Cuenta de Intereses):

i) Comisión devengada e indemnización del Fiduciario (Banco General).

ii) Intereses devengados por las facilidades crediticias contratadas por el Fideicomiso de Garantía.

iii) Intereses Ordinarios de Bonos Serie A.

iv) Intereses Ordinarios de Bonos Serie B (excluyendo los Intereses Extraordinarios).

v) Gastos Extraordinarios.

vi) Cualquier pérdida en la venta de los créditos fiscales por debajo de 97.5%.

vii) Comisiones devengadas de: Agente de Pago (Banco General), y Administración, Cobranza y Fiduciario-emisor (La Hipotecaria).

viii) Provisión para pérdida de intereses y capital.

xi) Intereses Extraordinarios de Bonos Serie B.

Las amortizaciones de capital para ambas series no se incluyen en la anterior cascada de pagos dada la discrecionalidad del Fideicomiso para el pago de capital mismo. Si bien el pago de capital de los Bonos Serie A goza de prelación sobre el pago de capital de los Bonos Serie B, el capital de la Serie B no podrá ser distribuido si existen fondos insuficientes para pagar los Intereses Extraordinarios Serie B al Día de Cálculo Serie B inmediatamente anterior al Día de Pago Serie B y si, luego de cualquier pago de capital a los Tenedores de los Bonos Serie B, el Saldo Insoluto de los Bonos Serie B

representaran menos de un 25% del saldo insoluto de la totalidad de los bonos emitidos y en circulación.

Las cuentas bancarias donde se deposita el producto generado por los créditos hipotecarios se mantienen en Banco General, S.A. (banco de capital privado panameño más grande en términos de activos, con Calificación *Issuer Default Rating* de Largo Plazo en Moneda Extranjera de 'BBB' por Fitch).

Hasta la fecha, el Fideicomiso no ha hecho uso de facilidades crediticias, provistas por Banco General. Estas facilidades pretenden pagar los intereses de los bonos en caso haya algún retraso administrativo para que el gobierno panameño entregue el crédito fiscal al Fideicomiso.

Mercado Hipotecario Preferencial en Panamá

De manera similar a varios países latinoamericanos y como resultado del déficit habitacional existente, el mercado de hipotecas residenciales en Panamá continúa desarrollándose, caracterizado por una elevada competencia de tanto instituciones financieras locales (privadas y públicas) como internacionales.

Desde enero 2006 hasta enero 2009, la proporción de créditos hipotecarios otorgados por el Sistema Bancario Nacional de Panamá (que comprende entidades bancarias públicas y privadas) bajo Ley de Interés Preferencial del total de créditos hipotecarios ha venido disminuyendo desde un 44% hasta un 40%. Durante ese mismo período, la tasa anual promedio de crecimiento de este segmento ha sido de un 8.4%.

A enero 2009, la banca privada local es la que más participa en el otorgamiento de créditos amparados a esta ley (43%), seguido por la banca oficial (32%) y la banca extranjera (26%).

A diciembre 2008, un 58% del saldo total de los créditos hipotecarios se ubica en el rango de préstamos individuales menores a US$75,000. A esa misma fecha, un 91% del número total de préstamos otorgados se encuentran en dicho rango.

A nivel de sistema bancario, entre los años 2006 y 2008, se produjo un incremento en la proporción de préstamos morosos y vencidos (a nivel de saldo) en el rango de créditos individuales menores a US$62,500 (el límite superior que la ley consideraba para créditos hipotecarios preferenciales), pasando a un 8.3% (2008) desde un 5% (2006).

Las principales instituciones financieras que colocan hipotecas en Panamá son los privados Banco General (calificación *Issuer Default Rating* (IDR) de largo plazo en moneda extranjera de 'BBB' por Fitch), HSBC Bank y Banistmo (cada uno con calificación IDR de largo plazo en moneda extranjera de 'BBB' por Fitch) y los estatales Banco Nacional de Panamá y la Caja de Ahorros (cada uno con calificación de largo plazo de 'AA(pan)' por Fitch). En el mismo segmento de mercado que La Hipotecaria atiende, viviendas de clase media/media-baja amparadas bajo la Ley de Interés Preferencial[1], también atienden las

[1] *De acuerdo a dicha ley, los préstamos hipotecarios amparados bajo esta ley podrán otorgarse hasta el 21 de mayo de 2014. Tal como ha sucedido en ocasiones anteriores, dicha fecha de vencimiento puede ser ampliado.*

entidades Banco General y Caja de Ahorros. A partir de junio 2008, el máximo superior se incrementó a US$80,000 desde US$62,500. Esta modificación no afecta el Fideicomiso debido a que no se contemplan adquisiciones/compras de préstamos colaterales.

Originación y Administración

La Hipotecaria, S.A. fue constituida en 1996 y es la primera institución no-bancaria en Panamá especializada en la generación, administración y titularización de préstamos hipotecarios. Desde 1997, cuenta con licencia fiduciaria para dedicarse al negocio de fideicomiso en o desde la República de Panamá. La Hipotecaria ha llegado a ser uno de los líderes en el mercado de hipotecas bajo la Ley de Intereses Preferenciales en la República de Panamá.

La Hipotecaria es completamente poseída por La Hipotecaria (*Holding*), Inc. y Subsidiarias (La Hipotecaria Holding), compañía constituida bajo las leyes de las Islas Vírgenes Británicas y que además posee la totalidad de las acciones de capital de otras compañías entre las que destaca La Hipotecaria, S.A. de C.V., primera entidad no-bancaria en El Salvador especializada en la generación, administración y titularización de créditos hipotecarios-residencial colocados domésticamente. La Hipotecaria Holding actúa como fideicomitente y fideicomisario del IV-FBPH. La Hipotecaria, S.A. actúa como fiduciario del IV-FBPH.

Banco General figura como fiduciario del fideicomiso de garantía. Mientras que Wall Street Securities, S.A., actúa en la transacción como Agente de Pago. Por su parte, Latin Clear es el custodio de la emisión.

A su vez, La Hipotecaria Holding es subsidiaria de Grupo ASSA, S.A. (Grupo ASSA), holding domiciliado en Panamá, en un 90% e Inversiones Americasa, S.A., compañía domiciliada en Panamá, con un 10%. Grupo ASSA es propietario de una de las aseguradoras más importante de la región, ASSA Compañía de Seguros, S.A. A diciembre 2008, en conjunto, La Hipotecaria-El Salvador y La Hipotecaria-Panamá poseen 152 empleados en sus siete oficinas tanto en El Salvador (2) como en Panamá (5) y presentan una cartera en libros de aproximadamente 8,740 hipotecas con un saldo insoluto de US$228 millones y una cartera administrada (solamente a los fideicomisos de titularización) de aproximadamente 5,953 hipotecas con un saldo insoluto de US$134.6 millones. A esa misma fecha, los préstamos hipotecarios en libros de La Hipotecaria con mora mayor a 90 días representan un 0.29% del total de esos mismos créditos. A diciembre 2008, solamente La Hipotecaria-Panamá administra un total de 11,116 préstamos hipotecarios (tanto en libros como de un único fideicomiso) con un saldo total de alrededor de US$281 millones. No obstante el déficit habitacional existente en Panamá, la entidad ha restringido y tiene planificado continuar limitando la colocación crediticia durante el presente año con el fin de prever una potencial profundización en las dificultades económicas domésticas.

Mecanismos de Cobro

Los esfuerzos de cobro de los créditos del Fideicomiso son manejados por La Hipotecaria.

En Panamá, los pagos mensuales son recolectados a través de uno de los siguientes tres mecanismos: descuento directo, débito contra la cuenta bancaria del deudor y pagos voluntarios.

Descuento directo

Bajo este método, La Hipotecaria envía mensajeros en o alrededor del primer y/o en o alrededor del quinceavo día de cada mes para retirar los pagos que han sido deducidos directamente por parte del empleador del deudor. En algunos casos, los pagos son enviados electrónicamente o depositados directamente en las cuentas bancarias de La Hipotecaria.

Cargo contra cuenta bancaria

Bajo este método, un deudor autoriza a La Hipotecaria, usando un formato estandarizado, a cargar la cuenta bancaria del deudor automáticamente por un monto específico y una frecuencia determinada, transfiriendo dicho cobro a una cuenta a nombre de La Hipotecaria.

Pagos voluntarios

Para el caso de deudores desempleados y/o no asalariados, el deudor realiza los pagos en ventanilla de La Hipotecaria. Los deudores también pueden depositar mensualmente los pagos en las cuentas que posee la compañía en varios bancos a lo largo de Panamá.

Características de las Hipotecas

Actualmente, la emisión tiene como respaldo una cartera conformada por 299 créditos (saldo de US$6.13 millones[2]), 98 menos que el grupo original de hipotecas debido principalmente a prepagos (95). Esta cartera presenta una tasa de interés promedio (excluyendo el subsidio) de un 3.7%, mientras que el subsidio es de un 2.9%.

La relación saldo sobre avalúo promedio (LTV[3]) de la cartera alcanzaba un 93% al inicio de la transacción, siendo que se ha reducido hasta un 78.6% como resultado de las amortizaciones realizadas hasta la fecha. La totalidad del saldo de las hipotecas fueron otorgadas bajo la Ley de Intereses Preferenciales.

[2] A enero 2009, la hipoteca con mayor saldo alcanza US$52,078, mientras que el saldo menor llega a un monto de US$3,777.

[3] El cálculo de LTV Actual considera el valor original de la propiedad.

Características – Cartera Titularizada (Enero 2009)

Monto Original de Préstamos (US$)	10,094,688
Número Actual de Préstamos	299
Saldo Total (US$)	6,129,999
Saldo Promedio del Préstamo (US$)	20,502
Número de Préstamos Liquidados	98
Valor Original Promedio del Inmueble (US$)	32,082
Tasa de Interés Actual PP (%)	3.65
Subsidio Actual PP (%)	2.85
Plazo Original PP (Meses)	350
Plazo Restante PP (Meses)	264
Maduración PP (Meses)	86
LTV Original PP (%)	93.01
LTV Actual PP (%)	78.58
DTI Original PP (%)	22.86
DTI Actual PP (%)	22.32
DTI No-Hipotecario Actual PP (%)	4.71
Forma de Pago (%)	
Descuento Directo	74.34
Pago Voluntario	24.12
Cargo Contra Cuenta Bancaria	1.54
Concentración por Departamento (%)	
Panamá	99.09
Colón	0.91
Morosidad (%)	
Vigente	91.44
1 - 30 Días	6.58
31 - 60 Días	1.98
61 - 90 Días	0.00
> 90 Días	0.00
Año de Expiración de Subsidio Gubernamental (%) *	
2010	3.15
2011	47.00
2012	49.63
2017	0.22

LTV - Saldo de Préstamo a Valor Original de Inmueble.
DTI - Cuota Mensual Total a Ingreso Total Original.
PP - Promedio Ponderado.
* Saldo por Vencer por Año como Porcentaje del Saldo Total a Junio 2008.

Fuente: La Hipotecaria

Si bien los préstamos hipotecarios vigentes están concentrados geograficamente, pues prácticamente la totalidad de los mismos se ubican en Ciudad de Panamá; a enero 2009, las hipotecas existentes no presentan concentraciones significativas en algún proyecto en particular siendo que la mayor concentración llega a un 6.5%.

Casi la totalidad de las hipotecas poseen seguro de vida, y seguro contra incendio y daños contratados con la empresa relacionada ASSA Compañía de Seguros, S.A. (ASSA). Por su lado, aproximadamente un 75% de las hipotecas cuentan con seguro de desempleo/incapacidad también provisto por ASSA, siendo que el saldo restante no posee seguro de este tipo.

A enero 2009, la totalidad del saldo de hipotecas titularizadas son adquisiciones de vivienda nueva.

A diciembre 2008, las hipotecas del Fideicomiso representan el principal activo del mismo (91%), mientras que un 5% de los activos totales lo constituyen efectivo e inversiones financieras en el gobierno panameño, estas últimas con el fin de garantizar el adecuado cumplimiento de las obligaciones fiduciarias del Fideicomiso.

A diciembre 2008, las hipotecas titularizadas representan un 94% de la emisión total (124% de la serie A de dicha emisión).

Análisis Crediticio

Morosidad

Como resultado de los mecanismos de cobro utilizados, la morosidad de la cartera a más de 90 días es nula.

La expiración del subsidio gubernamental comenzará a producirse de manera importante durante los años 2011 y 2012. Tal vencimiento resulta en un incremento en la tasa de interés pagada por el deudor, lo que podría ocasionar deterioro en la calidad crediticia de las hipotecas del fideicomiso, por lo que Fitch continuará observando el comportamiento de estos créditos al enfrentar el nuevo esquema de tasa de interés.

Recuperaciones

Desde el comienzo de sus operaciones hasta enero 2009, sin considerar posteriores recuperaciones de los créditos, La Hipotecaria ha presentado 63 incumplimientos de préstamos hipotecarios (totalizando, en términos brutos, unos US$1.9 millones).

A enero 2009, el Fideicomiso ha tenido un único caso en el cual se ha adquirido el inmueble vía cobro judicial para luego ser vendido a un comprador, al cual La Hipotecaria no le extiende el préstamo para esta vivienda.

Históricamente, el plazo promedio entre la fecha de adjudicación o dación en pago y la fecha de recolocación del préstamo de La Hipotecaria ha sido de aproximadamente 10 meses. 27 casos de los 63 incumplimientos en la historia operativa de la entidad han sido recuperados en menos de 1 mes.

Prepagos

En los años de operación del Fideicomiso, el mismo ha presentado 73 casos de cancelaciones completas de hipotecas con financiamiento por otra entidad financiera, los cuales no han presentado pérdidas para La Hipotecaria. Mientras que 22 casos han sido nuevos préstamos hechos por La Hipotecaria a estos deudores. Estos últimos clientes no estaban en incumplimiento y tampoco representaron pérdidas para La Hipotecaria.

Si bien los niveles de prepagos están influenciados por tendencias del mercado y depende de las tasas de interés, la competencia entre las entidades financieras, la magnitud y el plazo de las penalizaciones por prepago, la adaptación financiera de los deudores y las barreras administrativas existentes para el refinanciamiento; el ritmo de prepagos podría incrementarse al expirar el subsidio otorgado por el gobierno; prepagos que podrían ser financiados por La Hipotecaria o por otra institución financiera (que ofrezca tasas de interés de mercado competitivas).

Si bien La Hipotecaria ha comenzado a experimentar la finalización del subsidio en algunos de sus deudores desde el año 2007, no ha habido prepagos ocasionados por la mayor tasa que estos tienen que enfrentar. Fitch estará monitoreando el desempeño de estos créditos y su potencial propensión a prepagos.

La transacción del Fideicomiso prácticamente no depende del *excess spread* para cubrir las pérdidas potenciales y por lo tanto, esta sujeta a un bajo riesgo proveniente de incrementos en prepagos.

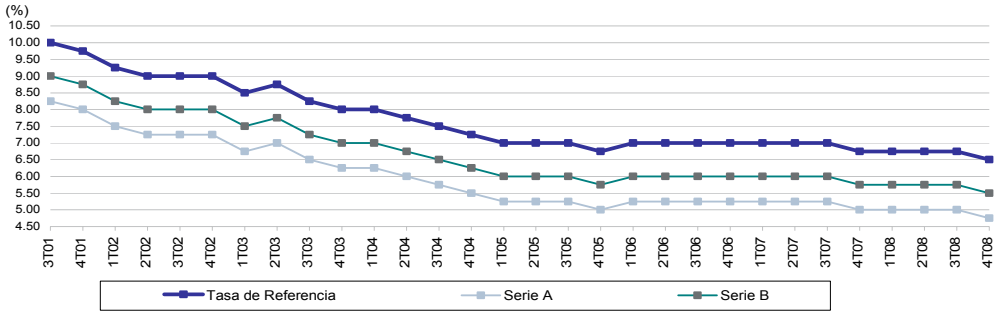
Tasa de Interés

Los bonos del Fideicomiso están ligados a la Tasa de Referencia (la cual ha permanecido relativamente estable en los últimos tres años), mientras que las hipotecas han sido otorgadas a tasa ajustable a discreción de La Hipotecaria, aunque no referenciada a alguna tasa índice específica, con un techo equivalente a la Tasa de Referencia vigente. La capacidad de variación de las tasas activas de las hipotecas está influenciada básicamente por las tasas de la competencia. A enero 2009, las hipotecas muestran una tasa promedio ponderada (incluyendo subsidio) de un 6.5%, mientras que la de la emisión es de un 4.625%. El riesgo de tasa de interés es prácticamente nulo en tanto la tasa activa de las hipotecas sea igual a la Tasa de Referencia.

Es importante destacar el comportamiento decreciente que dicha tasa ha tenido en los años de vigencia de esta emisión, ubicando a las tasas de las hipotecas y de ambas series de bonos en niveles históricos mínimos.

Esta transacción no depende del *excess spread* ya que el mismo se considera bajo (el margen entre la tasa activa de las hipotecas del Fideicomiso y los bonos es un 1.43%) para cubrir pérdidas potenciales o prepagos.

Comportamiento Trimestral de Tasa de Referencia y Tasa de Bonos



Fuente: Superintendencia de Bancos de Panamá

Características de la Emisión

Saldo (US$)		6.53 millones
Series (US$)	A:	4.89 millones
	B:	1.63 millones
Tasa de Interés (%)	A:	4.75%; TR - 2.00%
	B:	5.25%; TR - 1.50%
Fecha Vencimiento		Vencimiento del último préstamo hipotecario ó 2 de octubre del 2032
Frecuencia - Pago de Capital	A:	Trimestral
	B:	Anual y subordinado a los pagos de capital de A
Frecuencia - Pago de Intereses	A:	Trimestral
	B:	Anual y subordinado a los pagos de capital de A

TR - Tasa de Referencia: Tasa de Interés Activa Promedio de los 5 bancos privados que tengan la mayor cartera de hipotecas residenciales y la Caja de Ahorros, publicada por la Superintendencia de Bancos de Panamá.

Fuente: La Hipotecaria

Copyright © 2008 de Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltda. y de sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004.
Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908- 0500. Fax: (212) 480-4435. Prohibida la reproducción o retransmisión parcial o total sin contar con la autorización correspondiente. Todos los derechos reservados. Toda la información contenida en este documento está basada en información obtenida de los emisores, y suscriptores, y otras fuentes que Fitch considera confiables. Fitch no audita o comprueba la veracidad o precisión de esa información. Como resultado, la información contenida en este reporte se entrega "tal como viene", sin asumir ninguna representación o garantía de ninguna clase. Una clasificación de riesgo de Fitch constituye una opinión de la solvencia que tiene un determinado título valor. La clasificación de riesgo solamente menciona el riesgo de pérdida por concepto de riesgo crediticio y de ningún otro, excepto que tal riesgo se mencione de manera expresa. Fitch no está involucrado en la oferta o venta de ningún valor financiero. Un informe de riesgo crediticio de Fitch, no es ni un folleto informativo ni un sustituto de la información recopilada, confirmada, y presentada a los inversionistas por parte del emisor y de sus agentes en conexión con la venta de los valores en cuestión. Las clasificaciones de riesgo pueden cambiarse, dejarse sin efecto, o retirarse en cualquier momento y por cualquier motivo a la discreción de Fitch. Fitch no proporciona ningún tipo de asesoría en materia de inversiones de ningún tipo. Las clasificaciones de riesgo no son una recomendación para comprar, vender, o mantener algún tipo de valor financiero. Las clasificaciones de riesgo no hacen comentarios respecto a la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia de algún título valor para un inversionista en particular, o la naturaleza de alguna posible extensión tributaria o imponibilidad de los pagos realizados con relación a algún título valor. Fitch recibe honorarios de emisores, aseguradores, garantes, y suscriptores por clasificar los valores financieros. Tales honorarios fluctúan generalmente entre US$1.000 dólares y US$750.000 dólares (o el equivalente en la moneda que corresponda) por cada emisión. En algunos casos, Fitch clasificará todos o un número determinado de emisiones realizadas por un emisor en particular, o aseguradas o garantizadas por un asegurador o garantizador en particular, por un único honorario anual. Tales honorarios, se supone que fluctúan entre US$10.000 y US$1.500.000 (o el equivalente en la moneda que corresponda). La asignación, publicación, o difusión de una clasificación de riesgo por parte de Fitch, no deberá constituir un consentimiento de parte de Fitch para utilizar su nombre como el de un experto, en conexión con cualquier declaración inscrita bajo las leyes federales de valores financieros de los EE.UU., el Decreto sobre Servicios Financieros de Gran Bretaña (1986), o la legislación sobre valores financieros de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia que tienen los medios de publicación y distribución electrónicos, los estudios realizados por Fitch pueden estar disponibles para los suscriptores por medios electrónicos con hasta tres días de antelación con respecto a los suscriptores de medios impresos.